

بررسی رابطه بین ارتباطات سیاسی و نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ایرج رحمانی

کارشناسی ارشد حسابداری

چکیده

در این تحقیق ما ارتباط بین نقدینگی واحد تجاری و ارتباطات سیاسی اندازه گیری شده از طریق فعالیتهای لابی شرکت را بررسی می کنیم. یکی از سوالاتی که ذهن بسیاری از افراد رابه خود مشغول کرده است این است که آیا ارتباطات سیاسی وجه نقد نگه داری شده شرکت را کاهش می دهد. برای بررسی این موضوع ما از اطلاعات مربوط به ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سالهای مالی ۱۳۸۸-۱۳۹۳ استفاده کرده ایم. این تحقیق از نوع کاربردی و توصیفی پس‌رویدادی است و برای آزمون فرضیه های پژوهشی از رگرسیون چند متغیره داده های ترکیبی استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین وجه نقد نگه داری شده و ارتباطات سیاسی شرکت که از طریق فعالیت های لابی و درصد مالکیت دولتی اندازه گیری شده است، رابطه منفی و معناداری وجود دارد و میزان وجه نقد نگه داری شده با افزایش هزینه های سیاسی، کاهش می یابد.

واژه‌های کلیدی: وجه نقد، نقدینگی شرکت، هزینه های لابی شرکت، ارتباطات سیاسی

۱- مقدمه

شرکت‌ها به عنوان واحدهای اقتصادی، همواره به دنبال سودآوری و دستیابی به ثروت بیشتر می‌باشند. به دلایل مختلفی که مهمترین آنها جدایی مالکیت از مدیریت می‌باشند، شرکت‌ها علاوه بر وظیفه انجام فعالیت اقتصادی، وظیفه پاسخگویی به افراد بیرون از شرکت را نیز بر عهده دارند. کاراترین شکل پاسخگویی، بر اساس شواهد تجربی، گزارشگری مالی می‌باشد (واتس و زیمرمن^۱ ۱۹۸۶). دولت به عنوان اصلی‌ترین حامی اقتصاد هر کشور همواره نقش قیّم را برای واحدهای اقتصادی در هر جامعه ایفا کرده است. دولت‌ها به دلیل در اختیار گرفتن قدرت تصمیم‌گیری در شرکت‌ها و پیاده کردن سیاست‌های کلان خود همواره یک سرمایه‌گذار بزرگ در کشورهای در حال توسعه و مخصوصاً ایران بوده است. جدای از بحث‌های مربوط به معایب یا مزایای این گونه مالکیت، باید این نکته در نظر گرفته شود که سیستم گزارشگری و حسابداری شرکت‌ها که متأثر از حاکمیت شرکتی آنها می‌باشد تحت تاثیر نوع مالکیت شرکت قرار می‌گیرد. استدلال ارائه شده این است که شرکت‌های تحت تملک دولت به دلیل برخورداری از شرایط خاص (اتصال سیاسی با دولت)، هزینه‌های کمتری را از سوی دولت را تحمل می‌کنند (بلک و کافی^۲ ۱۹۹۴). بنابراین به نظر می‌رسد که شرکت‌ها نه تنها وظیفه انجام فعالیت اقتصادی را بر دوش خود دارند، بلکه مجبور به گزارشگری در مورد نتایج فعالیت خود می‌باشند و به همان میزانی که انتظار می‌رود در انجام فعالیت اقتصادی، سعی در کاهش هزینه‌ها و درآمدهای خود داشته باشند، تلاش می‌کنند گزارشگری مالی خود را در جهت هدایت نمایند که تفسیر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی موجب انتقال ثروت به خارج از شرکت نشود. یکی از مصادیق اصلی انتقال ثروت به خارج از شرکت، هزینه‌های سیاسی است که شرکت‌ها به دلیل وجود هزینه‌های اطلاعات، مبادلات، و رایزنی از سوی گروه‌های تصمیم‌گیرنده و قانونگذار که اصلی‌ترین آنها نهادهای دولتی می‌باشند، تحمل می‌کنند. برخی از شرکت‌ها با مشخصات اقتصادی خاص، بیشتر موضوع قوانین سختی که دولت یا سایر گروه‌های قانونگذار وضع می‌کنند و هزینه در پی دارند قرار می‌گیرند و بنابراین برای فرار از این گونه هزینه‌ها (عواقب اقتصادی) انگیزه بیشتری برای استفاده از گزارشگری در جهت کاهش خروج منافع از شرکت خواهند داشت (سادات فر ۱۳۹۳).

بیان مسئله تحقیق

مؤسسه‌های اقتصادی عموماً بخشی از دارایی‌های خود را به صورت موجودی‌های نقدی نگهداری می‌نمایند و تعیین اینکه چه میزانی از دارایی‌ها باید به صورت وجه نقدنگه داشته شود، از تصمیمات مهمی است که مدیریت واحد تجاری اخذ می‌کند، پژوهش‌های صورت‌گرفته توسط کیم و همکاران (۱۹۹۸) و آزکان و آزکان^۳ (۲۰۰۴) به ترتیب نشان داد که مدیران شرکت‌ها بین ۸/۱ تا ۹/۹٪ از کل دارایی‌های خود را به صورت وجه نقد نگهداری می‌کنند. به طور معمول، مدیران به دنبال سطح بهینه‌ای از موجودی‌های نقدی هستند که با توجه به مزایا و معایب نگهداشت وجه نقد، از بروز آسیب‌های عمده به واحد تجاری و از دست دادن فرصت‌ها جلوگیری نموده، حداکثر ارزش آفرینی ممکن را از سطح موجودی نقدی بهینه کسب نمایند. در واقع، مدیران برای میزان نقدینگی انتهای یک دوره زمانی برنامه‌ریزی در جهت رسیدن به آن تلاش می‌کنند.

تاکنون پژوهش‌های بسیاری به بررسی انگیزه‌ها و عوامل مؤثر بر سطح نگهداشت وجه نقد شرکت‌ها پرداخته‌اند و عوامل مختلفی، از جمله حساب‌های دریافتی، موجودی‌های کالا، خالص سرمایه در گردش، بدهی‌های جاری و بلند مدت، سود خالص، سود تقسیمی، فرصت‌های رشد شرکت و اندازه شرکت‌ها را به عنوان عوامل مؤثر بر سطح نگهداشت موجودی‌های نقدی ذکر کرده‌اند (آقایی و همکاران ۱۳۸۸)

هاگرم و همکاران^[۱] (۱۹۷۸) بحث کرده اند که شرکت ها مورد حملات سیاسی قرار می گیرند. وکلای مردم انگیزه دارند که برای انتقال های ثروت از شرکت ها به خودشان یا موکلان خود موضع مگیرند. این موضع ها به شکل بحث در مورد مسئولیت اجتماعی بیشتر شرکت ها و الزام بعضی از آنها به پرداخت مبالغی جهت موارد اجتماعی سیل، زلزله، جنگ و تحمیل نرخ های مالیات بالاتر به آنها، یا محروم کردن آنها از بعضی از مزایا و حقوق صورت گیرد. مدیران انگیزه دارند در مقابل انتقال ثروت ایستادگی کنند، چرا که این گونه انتقال ها ارزش شرکت را به طور مداوم کاهش می دهند. به همان ترتیب آنها می خواهند از رقابت اضافی ممانعت کنند چرا که رقابت نیز ارزش شرکت و همین طور حقوق و موابی که مدیران دریافت میکنند را کاهش خواهد داد (هاگرم و همکاران^[۲] ۱۹۷۸). با افزایش نرخ موثر مالیاتی، شرکت ها انگیزه های بیشتری برای استفاده از نحوه عمل های حسابداری محافظه کارانه پیدا می کنند. میزان این اثر گذاری آن گونه است که نرخ موثر مالیاتی به عنوان یک هزینه سیاسی مطرح گشته است (همان منبع).

پرداختهای سیاسی اغلب اثرات بزرگی به دنبال دارند. این مساله متعجب کننده نیست که شرکتها سعی می کنند بطور مستقیم از طریق کمپین مشارکت در امور سیاسی یا بطور غیرمستقیم از طریق لابی بر تصویب قوانین و وقایع سیاسی تاثیر بگذارند (استیگلر^[۳] ۱۹۷۱ و گراسمن و هلیمن^[۴] ۱۹۹۴).

ریچتر و همکاران^[۵] (۲۰۰۹) بیان کردند شرکتهایی که لابی کننده نرخ موثر مالیات پایین تری دارند. ژائو و هوانگ (۲۰۱۱) نشان دادند که مدیران صندوقهای سرمایه گذاری مشترک از طریق لابی اطلاعات خصوصی در مورد سهام بدست می آورند. در مورد وجه نقد و موضوعات مرتبط با آن تاکنون تحقیقات زیادی انجام شده است. با توجه به اینکه نگهداری وجه نقد دارای مزایا و معایبی هست، لذا برخی محققین معتقدند که وجه نقد دارای مقداری بهینه است که در آن هزینهها و مزایای حاصل از نگهداشت وجه نقد متعادل می شوند. در نتیجه این تحقیقات محققین تئوریهایی هم برای تعیین سطح بهینه نگهداشت وجه نقد ارائه کرده اند. همچنین در دسته دیگری از تحقیقات در مورد متغیرهای مالی و غیرمالی که بر نگهداشت وجه نقد موثر است تحقیقاتی صورت گرفته و موثر بودن برخی عوامل در نگهداشت وجه نقد تا حد زیادی مورد قبول واقع شده است. بطور کلی منافع سیاسی شرکتها می تواند به دو طریق باشد: لابی کردن و/یا اهدا و جوه به سیاستمداران یا بخشهای سیاسی. آنسولابر و همکاران^[۶] (۲۰۰۳) بیان کردند که بین اهدا و جوه به سیاستمداران و عملکرد شرکت ارتباطی وجود ندارد. زیرا بیشتر اینگونه مشارکتهای سیاسی به اسم اشخاص شناخته می شود تا شرکتها. بیشتر تحقیقات در حوزه ارتباطات سیاسی از اهدا و جوه به سیاستمداران به عنوان متغیر ارتباطات سیاسی استفاده کرده اند، و کمتر از لابی استفاده شده است. هدف تحقیق حاضر پرکردن این خلا است.

در مجموع مطالعات قبلی نشان می دهند که فعالیتهای لابی تاثیر مهمی بر سهامداران و ثروت آنها دارد. با توجه به مطالب گفته شده در تحقیق حاضر نیز به دنبال بررسی تاثیر متغیر هزینه های سیاسی که از طریق هزینه های لابی (هزینه برگزاری همایش، مراسم و جلسات و درصد مالکیت دولت یا شرکتهای دولتی در شرکتهای نمونه) اندازه گیری خواهد شد بر سطح نگهداشت وجه نقد هستیم.

دلایل نگهداری و جوه نقد و تئوری های حاکم بر نگهداری و جوه نقد

دو تئوری حاکم بر بحث نگهداری وجه نقد، تئوری مبادله ای^[۷] و تئوری سلسله مراتبی^[۸] می باشند. مطابق با تئوری مبادله ای، شرکت ها سطح مطلوب نگهداری وجه نقد را بر اساس ایجاد توازن بین منافع و هزینه های نگهداری وجه نقد تعیین می کنند

سه انگیزه عمده برای نگهداری وجه نقد را می توان، انگیزه معاملاتی، انگیزه احتیاطی و انگیزه سفته بازی عنوان نمود. مطابق با انگیزه معاملاتی، شرکت هایی که با کاهش منابع داخلی مواجه می شوند می توانند آن را توسط فروش دارایی ها، انتشار سهام جدید، استقراض و یا کاهش سود تقسیمی تامین کنند. لیکن تمام این استراتژیها مستلزم هزینه هایی است که دارای هر دو عنصر هزینه های ثابت و متغیر میباشد (گارسیا و همکاران ۲۰۰۸).

در نتیجه شرکت هایی که برای پرداختهای خود با هزینه های بالای معاملاتی مواجه هستند، دارایی های نقدینه ^{□□□} زیادی نگهداری میکنند. بنابر انگیزه احتیاطی، شرکت ها در دوران سخت برای کاهش احتمال بحران مالی، اقدام به نگهداری وجوه نقد می نمایند. بنابر انگیزه سفته بازی، شرکت ها به منظور بهره برداری از فرصت های سرمایه گذاری غیره منتظره آتی هنگامی که تامین مالی خارجی هزینه بر است اقدام به نگهداری دارایی های نقدینه می نمایند. لیکن نگهداری وجوه نقد بالا دارای معایبی نیز میباشد (همان منبع). طبق نظر جنسن ^{□□□} زمانیکه میزان جریان نقدی آزاد شرکت ها افزایش پیدا می کند، تضادهای نمایندگی موجود بین سهامداران و مدیران تشدید می شود. مدیران می توانند منافع و علائق خودشان را به هزینه سهامداران دنبال کنند و بدین ترتیب منافع مدیران از نگهداری ذخایر نقدی بیشتر از سهامداران است. (فریرا و ویللا ^{□□} ۲۰۰۴). عیب دیگر نگهداری وجوه نقد بالا را می توان به بازده پایین این دارایی ها نسبت به دارایی های ثابت بیان نمود. برای مثال کیم و دیگران ^{□□□} مستند نمودند شرکت هایی که دارای بازده دارایی نسبتاً پایینی هستند به صورت معناداری دارایی های نقدینه بیشتری نگهداری می کنند (گارسیا و همکاران ۲۰۰۸).

هزینه های سیاسی

بر اساس فرضیه هزینه های سیاسی که توسط واتس و زیمر من (۲۰۰۸) ارائه گردید، سیاستمداران این قدرت را دارند تا با استفاده از سیاست های توزیع دوباره ثروت، منابع شرکتها را تحت تاثیر قرار دهند. همچنین یکی از عوامل اصلی و موثر بر ثروت مدیران، پاداش های نقدی می باشد. دگرگونی ها در جریان نقدی می تواند بوسیله مالیات، مقررات ویژه و اطلاعات مربوط به هزینه های سیاسی تحت تاثیر قرار گیرد. بنابراین مدیران مجبورند قوانین و مقرراتی را که روی آنها تاثیر می گذارند در نظر بگیرند و در صورت امکان آنها را کنترل نمایند. بر اساس فرضیه هزینه های سیاسی هرچه اندازه شرکتها بزرگتر باشد، مدیران آن شرکتها تمایل دارند درآمد گزارش شده را از دوره های فعلی به دوره های آتی انتقال دهند تا هزینه های سیاسی را که به علت قرار گرفتن شرکت در دید سیاسی، بر آنها تحمیل می شود، کاهش دهند. با پژوهش های واتس و زیمرمن درباره رابطه بین هزینه های سیاسی و اندازه شرکتها، این فرضیه که شرکت های بزرگتر هزینه های سیاسی بیشتری را متحمل می شوند رد نشده است. واتس و زیمرمن در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که نرخ مالیات در طول زمان و بین همه شرکتها و صنایع یکسان نیست (یعقوب نژاد و همکاران ۱۳۸۸).

تعریف هزینه های سیاسی

هزینه های سیاسی هزینه هایی هستند که برای تداوم فعالیت و حیات موسسه تجاری بنا به الزامات قانونی و عرفی و محیط اقتصادی ضروری می باشد این قبیل هزینه ها یا به واسطه اعمال قانونی و مصوبات قانونی و یا از طریق فشارهای سیاسی به شرکتها تحمیل می شود. از این قبیل هزینه های سیاسی می توان به مالیات، بیمه بازنشستگی، هزینه های ناشی از کمک های بلاعوض به اشخاص و ارگانها و نهادها، کمک به ورزش، حقوق گمرکی صادرات، هزینه حفظ محیط زیست، هزینه

توسعه فضاهای آموزشی، پرداختی به اتحادیه های کارگری و سایر مراجع رسمی و غیر رسمی اشاره کرد(پور حیدری و همتی ۱۳۸۳).

نظریه اقتصادی فرآیند سیاسی

نظریه اقتصادی فرآیند سیاسی به طور کامل تدوین نشده است. در حالی که این متون پیشرفت هایی را در توسعه فرضیه های قابل آزمون به وجود آورده، با این وجود سوالات پاسخ داده نشده و فرضیه های کشف نشده بسیاری وجود دارد. برای مثال، نظریه اقتصادی قادر به تبیین مساله انتقال ثروت نمی باشد. انتقال می تواند به صورت یارانه نقدی مستقیم، اعتبارات مالیاتی یا قراردادهای دولتی، حمایت دولت، کسورات صورت گیرد(بنی مهد وهمکاران ۱۳۸۷).

پیشینه تحقیق

در این بخش به بررسی پژوهشهای انجام شده و نتایج آنها پرداخته شده است. جنسن و مکلینگ^۱ (۱۹۷۶) بحث کرده اند که شرکت ها مورد حملات سیاسی قرار می گیرند. وکلای مردم انگیزه دارند که برای انتقال های ثروت از شرکت ها به خودشان یا موکلان خود موضع بگیرند. این موضع ها به شکل بحث در مورد مسئولیت اجتماعی بیشتر شرکت ها و الزام بعضی از آنها به پرداخت مبالغی جهت موارد اجتماعی سیل، زلزله، جنگ و تحمیل نرخ های مالیات بالاتر به آنها، یا محروم کردن آنها از بعضی از مزایا و حقوق صورت گیرد. هزینه های تحمیل شده به شرکت ها تابعی از اندازه آنها هستند چرا که شرکت های کوچکتر کمتر قابل مشاهده هستند و بنابراین کمتر موضوع توزیع های سیاسی ثروت هستند. واتس و زیمرمن^۲ (۱۹۷۸)، رابطه بین نرخ مالیات بر درآمد شرکتها، با اندازه شرکت با عنوان بررسی رابطه بین نرخ مالیات بر درآمد شرکتها و هزینه های سیاسی مورد بررسی قرار داده اند. آنان به این نتیجه رسیدند که ارتباط بین اندازه شرکت و نرخ مالیات در طول زمان و میان همه صنایع یکسان نیست. دیگن و هالام^۳ (۱۹۹۱) طی مطالعاتی نشان دادند شرکت های دارای سهم بیشتری از بازار مربوط به صنعت خود به احتمال خیلی زیاد، هزینه سیاسی بیشتری خواهند داشت. فرضیه تحقیق به این صورت مطرح شد که شرکت هایی که دارای سهم بیشتری از بازار مربوط به صنعت خود می باشند هزینه های سیاسی بیشتری متحمل می شوند، نتایج بدست آمده از تحقیق فرضیه را تایید نمود. گود فری و جونز^۴ (۱۹۹۹) به عنوان اثرات هزینه های سیاسی بر هموارسازی سود از مبنای سهم بازار استفاده گردیده است. فرضیه این تحقیق عبارت بود از اینکه آیا هزینه های سیاسی بر هموارسازی سود تاثیری دارد یا خیر؟ نتایج بدست آمده نشان می دهد شرکت هایی که در بخش بانکداری، مالی، تحقیقاتی، بنیادی و خدمات شهری فعالیت می نمایند هزینه های سیاسی بیشتری را نیز متحمل می شوند. فاسیو^۵ (۲۰۰۷) در تحقیق به بررسی ویژگیهای شرکت های سیاسی پرداخت. نتایج تحقیق که بر مبنای اطلاعات ۴۷ کشور انجام شد، نشان داد شرکت های سیاسی دارای اهرم بالاتر و قیمت بازار بالاتری نسبت به سایر شرکتها هستند. فاسیو^۶ (۲۰۱۰) در تحقیقی با عنوان تفاوت بین شرکت های دارای ارتباطات سیاسی و سایر شرکتها نتیجه گرفتند که شرکت های دارای ارتباطات سیاسی اهرم بزرگتر و ارزش بازار بیشتری دارند و مالیات کمتری می پردازند، اما دارای عملکرد ضعیفتری نسبت به سایر شرکتها هستند. بوبکری و همکاران^۷ (۲۰۱۲) در تحقیق به بررسی ارتباط بین ارتباطات سیاسی و نرخ هزینه سرمایه پرداختند. آنها نتیجه گرفتند شرکت های دارای ارتباطات سیاسی دارای نرخ هزینه سرمایه پایین تری هستند البته محیط قانونی و سازمانی کشور نیز بر این رابطه تاثیر می گذارد. هیل و همکاران^۸ (۲۰۱۳) در تحقیق به بررسی عوامل تعیین کننده لابی توسط شرکتها پرداختند و نتیجه گرفتند که اندازه شرکت، فرصتهای سرمایه گذاری، جریان نقدی، ویژگیهای صنعت و زمان بر

لابی شرکتها تاثیر می‌گذارند. هیل و همکاران^{□□□□} (۲۰۱۴) در تحقیقی با عنوان نگهداری وجه نقد و ارتباطات سیاسی شرکت نشان دادند که بین نگهداری وجه نقد و ارتباطات سیاسی از طریق فعالیتهای لابی ارتباط منفی و معنی داری وجود دارد. پور حیدری و همتی (۱۳۸۳) در حالی که از متغیر کل فروش به عنوان نماینده هزینه سیاسی استفاده می‌کنند، بین اندازه و تمایل به کاهش سود به یک رابطه مثبت پی می‌برند. آنها با استفاده از تعداد کارکنان شرکت به عنوان متغیر نماینده هزینه سیاسی به یک رابطه منفی دست یافتند. ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹) با بررسی رابطه بین سطح نگهداشت وجه نقد و ابزارهای نظارتی راهبردی شرکتی شامل درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره با ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که بین سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بولو و همکاران (۱۳۹۰) در تحقیقی به بررسی عوامل تعیین کننده سطح نگهداشت وجه نقد در شرکت های بورسی پرداختند. نتایج نشان داد که بین وجه نقد نگهداری شده، با متغیرهای ارزش بازار به ارزش دفتری، اندازه شرکت، جریان نقدی عملیاتی، سرمایه در گردش خالص، مخارج سرمایه‌ای، اهرم مالی و مالیات رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اصلی:

بین ارتباطات سیاسی و نگهداشت وجه نقد شرکت ارتباط وجود دارد:

فرضیه های فرعی:

ارتباطات سیاسی از طریق فعالیتهای لابی با نگهداشت وجه نقد به طور معکوس با رابطه دارد.

ارتباطات سیاسی با توجه به درصد مالکیت دولتی با نگهداشت وجه نقد به طور معکوس با رابطه دارد.

روش شناسی تحقیق

این تحقیق از لحاظ روش همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی می باشد. همچنین از آنجا که این نوشتار به توصیف آنچه که هست یا توصیف شرایط موجود بدون دخل و تصرف (و نه به الزام و توصیه خاص) و با توجه به آن که قضاوت های ارزشی در این تحقیق کم رنگ است، پژوهش حاضر در زمره تحقیقات توصیفی حسابداری به شمار می رود. به علاوه با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیات آن استفاده خواهد شد در گروه تحقیقات شبه آزمایشی طبقه بندی می گردد. همچنین تحقیق حاضر به لحاظ معرفت شناسی از نوع تجربه گرا، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه میدانی - کتابخانه ای با استفاده از اطلاعات تاریخی به صورت پس رویدادی (یعنی استفاده از اطلاعات گذشته) می باشد.

جامعه آماری

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت های فعال^{□□□□} بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۳ می باشد و با تعدیل این جامعه با استفاده از مجموعه ای از محدودیت ها که در ادامه ذکر شده اند، نمونه آماری مشخص گردیده است. در این تحقیق نمونه با کل جامعه آماری شروع شده و پس از در نظر گرفتن شرایط زیر نمونه بر اساس روش حذف سیستماتیک، می گردد.

- باید تا قبل از سال ۱۳۸۸ در سازمان بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. شرکتها نباید در طول دوره تحقیق از بورس اوراق بهادار تهران حذف شده باشند. اطلاعات مالی مورد نیاز برای این پژوهش در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ به طور کامل در دسترس باشد. شرکتهای مورد بررسی جزء شرکتهای سرمایه گذاری، واسطه گری مالی شامل بانک ها و بیمه ها به دلیل متفاوت بودن نحوه قیمت گذاری این نوع شرکتها، نباشد. سال مالی شرکتهای مورد بررسی منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد. با توجه به محدودیت های ذکر شده ۱۰۵ شرکت در طی دوره زمانی ۶ ساله بصورت فعال در بورس اوراق بهادار حضور داشته و شرایط نمونه را دارا می باشند.

آزمون فرضیات تحقیق

برای آزمون فرضیات تحقیق از مدل آماری زیر استفاده می شود (هارفورد^{۲۰۰۸})

$$Cash_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Cash_{i,t-1} + \beta_2 LobbyRatio_{i,t-1} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Leverage_{i,t} + \beta_5 \frac{M}{B}_{i,t} + \beta_6 CF_{i,t} + \beta_7 NWC_{i,t} + \beta_8 CFVOL_{i,t} + \beta_9 Div - DV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Cash: نشان دهنده نگهداشت وجه نقد می باشد که از جمع مانده وجه نقد و سرمایه گذاریهای کوتاه مدت محاسبه خواهد شد.

LobbyRatio: ارتباطات سیاسی متغیر مستقل می باشد که از طریق هزینه های لابی (پرداختی های به دولت) و درصد مالکیت دولتی (طبق تعریف فاسیو، ۲۰۰۶) اندازه گیری خواهد شد و برای هر یک مدل به صورت جدا تخمین زده خواهد شد. اندازه (Size) برابر است با لگاریتم دارایی های شرکت، اهرم مالی (leverage) برابر است با نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (M/B)، جریان نقدی عملیاتی (cf)، خالص سرمایه در گردش (NWC)، انحراف استاندارد جریان نقدی عملیاتی (CFVOL)، متغیر مجازی سود نقدی (Div-DV) که اگر شرکت سود توزیع کند مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر را می گیرد. تمامی متغیرها در از طریق جمع دارایی ها بی مقیاس می شوند.

آمار توصیفی

خلاصه ای از آماره های توصیفی در جدول ۲ نشان داده شده است. در این تحقیق داده های مرتبط با ۱۰۵ شرکت در ۶ سال مختلف (۸۸ تا ۹۳) از بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری شده است. آماره های توصیفی (میانگین، انحراف معیار، کوچکترین مقدار و بزرگترین مقدار) متغیرهای این تحقیق در جدول ۲ آمده است. آمار توصیفی، ارقام مربوط به شاخصهای پراکندگی و مرکزی را نشان میدهد. آگاهی از آماره های توصیفی گامی در جهت درک میانگین روند داده ها و ارتباطات بین آنها و نیز بررسی تقریبی وضعیت توزیع می باشد. در این قسمت، مهمترین آماره های توصیفی مربوط به متغیرهای مورد مطالعه (جدول ۲) تشریح می گردد.

جدول ۲ آماره‌های توصیفی

		CASH	LobbyRatio1 (خالص پرداختی به دولت)	LobbyRatio2 (درصد مالکیت دولتی)	SIZE	Leverage
مشاهدات	در دسترس	۶۳۰	۶۳۰	۶۳۰	۶۳۰	۶۳۰
	کمبود	0	0	0	0	0
میانگین		.36	.05	.25	5.65	.25
میانه		.26	.02	.013	4.25	.19
واریانس		.22	.06	.08	3.33	1.6
کمترین مقدار		.11	.00	.14	1.63	.17
بیشترین مقدار		.68	.09	.63	7.58	.36
		M/B	CF	NWC	CFVOL	
مشاهدات	در دسترس	۶۳۰	۶۳۰	۶۳۰	۶۳۰	
	کمبود	0	0	0	0	
میانگین		1.05	.09	.12	.01	
میانه		.88	.05	.05	.00	
واریانس		.63	.00	.03	.00	
کمترین مقدار		.55	.03	.02	.00	
بیشترین مقدار		2.36	.12	.18	.06	

بررسی فرضیه های تحقیق

بررسی نرمال بودن متغیر وابسته

یکی از روش‌های بررسی نرمال بودن متغیر وابسته، انجام آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف می‌باشد. نتایج اولیه در مورد توزیع متغیر وابسته حاکی از رد شدن فرضیه H_0 آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف مبنی بر نرمال بودن آن بود. نتایج مربوط به این آزمون در جدول 3 ارائه شده است (داده های پرت حذف شده است). با توجه به اینکه سطح معنی داری این آزمون بیشتر از ۵ درصد است، فرض نرمال بودن متغیر وابسته تایید می‌شود.

جدول ۳: نتیجه آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف، متغیر وابسته		Cash
تعداد		۵۹۳
متغیرهای توزیع نرمال	میانگین	.01۲8
	انحراف معیار	1.03۵۶
بیشترین انحراف	قدر مطلق	.0۲۹
	مثبت	.0۲۵
	منفی	-.0۳۲
کولموگوروف-اسمیرنوف		.۵۸۸
سطح معنی داری		.۱۵۶

آزمون فرضیات تحقیق

برای انتخاب از بین روش‌های الگوهای رگرسیونی پانل و الگوی داده‌های مشترک از آزمون F لیمر استفاده شده است. اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های مشترک انتخاب شود، کار تمام است اما اگر روش داده‌های پانل انتخاب شد لازم است تا آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود. (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹). قبل از تخمین الگو لازم است تا آزمون F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های پانل با در مقابل روش داده‌های مشترک برای الگوی بالا انجام شود. فرضیات این آزمون به صورت زیر است:

H_0 : داده‌های مشترک معمولی

H_1 : داده‌های پانل

نتایج حاصل از آزمون F لیمر در زیر نمایش داده شده است.

جدول ۴ نتایج آزمون F لیمر

مدل	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
فرضیه ۱	۷,۲۲	.000	روش داده‌های پانل
فرضیه ۲	۵,۲۵	.000	روش داده‌های پانل

همانطور که قابل مشاهده است، نتایج حاکی از رد فرض H_0 است. در نتیجه الگوی، داده‌های پانل روش ارجح است. حال لازم است تا در ادامه از آزمون هاسمن نیز به منظور انتخاب از میان روش‌های داده‌های پانلی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های پانلی با اثرات تصادفی نیز انجام شود. فرضیات این آزمون به صورت زیر است:

H_0 : داده‌های پانلی با اثرات تصادفی

H_1 : داده‌های پانلی با اثرات ثابت

نتایج حاصل از آزمون هاسمن در زیر نمایش داده شده است.

جدول ۵ نتایج آزمون هاسمن

مدل	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
فرضیه ۱	۳۵,۲۲	.000	روش داده‌های پانل با اثرات ثابت
فرضیه ۲	۲۷,۵۶	.000	روش داده‌های پانل با اثرات ثابت

همانطور که قابل مشاهده است، نتایج حاکی از رد فرض H_0 است در نتیجه الگوی، داده‌های پانلی با اثرات ثابت روش ارجح است.

نتایج حاصل از رگرسیون

فرضیه اول: ارتباطات سیاسی از طریق فعالیت‌های لابی با نگهداشت وجه نقد به طور معکوس با رابطه دارد.

جدول ۶ خلاصه آماره‌های مربوط به این مدل را نشان می‌دهد. یکی از مهم‌ترین کمیت‌ها برای مناسب بودن مدل، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده است که هر چه این مقدار به صفر نزدیک‌تر باشد، نشان از ضعف مدل و هرچه به یک نزدیک‌تر باشد، نشانه مناسب بودن مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده در این مدل نشان می‌دهد که (۰.۵۳) از تغییرات متغیر وابسته مدل بوسیله متغیر مستقل مدل قابل تبیین است. مقدار آماره دوربین و اتسون نیز در سطح قابل قبول قرار دارد.

جدول ۶- خلاصه مدل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.256	3.53	.005	0.7630
LobbyRatio1	-.162	0.0025	-5.365	0.0012
SIZE	-.115	0,0236	-4.365	,0002
Leverage	-.520	0.0002	-6.255	,0001
M/B	.125	0.6500	3.255	0.0000
CF	.329	1.1023	4.33	0.0000
NWC	-.025	0.2236	-.658	0.1357
CFVOL	-.034	0.0011	-.0569	0.1125
Div-DV	.092	0.0129	1.256	0.3237
ضریب تعیین	0.545	میانگین متغیر وابسته		.0365
تعدیل شده ضریب تعیین	0.539	انحراف معیار متغیر وابسته		12.511
انحراف معیار رگرسیون	8.491	معیار آکائیک		7.131
مجموع مربعات خطای توجیه نشده	2.365	معیار شوارتز		7.196
لگاریتم درست نمایی	3.235	معیار هنان-کوپن		7.156
آماره F	15.256	آماره دوربین و اتسون		1.825
F (آماره) احتمال	0.0000			

با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آماره F کمتر از 0/05 می‌باشد، می‌توان اینگونه نتیجه‌گیری نمود که حداقل یکی از متغیرهای مستقل دارای رابطه خطی با متغیر وابسته مدل می‌باشد.

✓ با توجه به وجود رابطه منفی و معنی‌دار، ارتباطات سیاسی از طریق فعالیت‌های لابی (مقدار منفی آماره t و احتمال کمتر از ۰.۰۵)، فرضیه فرعی اول تایید می‌گردد. ضمناً بین متغیر جریان نقد عملیاتی، اهرم مالی، نسبت ارزش بازار به دفتری و اندازه شرکت با متغیر وابسته رابطه معنی‌دار وجود دارد.

فرضیه دوم: ارتباطات سیاسی با توجه به درصد مالکیت دولتی با نگهداشت وجه نقد به طور معکوس با رابطه دارد.

جدول ۷ خلاصه آماره‌های مربوط به این مدل را نشان می‌دهد. یکی از مهم‌ترین کمیت‌ها برای مناسب بودن مدل، مقدار ضریب تعیین تعدیل شده است که هر چه این مقدار به صفر نزدیک‌تر باشد، نشان از ضعف مدل و هرچه به یک نزدیک‌تر باشد، نشانه

مناسب بودن مدل است. ضریب تعیین تعدیل شده در این مدل نشان می‌دهد که (39). از تغییرات متغیر وابسته مدل بوسیله متغیر مستقل مدل قابل تبیین است. مقدار آماره دوربین واتسون نیز در سطح قابل قبول قرار دارد.

جدول 7- خلاصه مدل

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.292	3.589	0.130	0.800
LobbyRatio2	-0.126	0.061	-5.240	0.007
SIZE	-0.079	0.082	-4.240	0.006
Leverage	-0.484	0.059	-6.130	0.000
M/B	0.161	0.709	3.380	0.036
CF	0.365	1.161	4.455	0.036
NWC	0.011	0.282	-0.533	0.172
CFVOL	0.002	0.060	0.068	0.149
Div-DV	0.128	0.072	1.381	0.360
ضریب تعیین	0.482	میانگین متغیر وابسته		.0365
تعدیل شده ضریب تعیین	0.395	انحراف معیار متغیر وابسته		11.525
انحراف معیار رگرسیون	8.000	معیار آکائیک		6.395
مجموع مربعات خطای توجیه نشده	1.582	معیار شوارتز		6.958
لگاریتم درست نمایی	2.958	معیار هنان-کوین		6.256
آماره F	14.256	آماره دوربین واتسون		1.750
(F آماره) احتمال	0.0000			

با توجه به اینکه سطح معنی داری آماره F کمتر از 0/05 می‌باشد، می‌توان اینگونه نتیجه‌گیری نمود که حداقل یکی از متغیرهای مستقل دارای رابطه خطی با متغیر وابسته مدل می‌باشد.

✓ با توجه به وجود رابطه منفی و معنی دار، ارتباطات سیاسی با توجه به درصد مالکیت دولتی (مقدار منفی آماره t و احتمال کمتر از 0.05)، فرضیه فرعی دوم تایید می‌گردد. ضمناً بین متغیر جریان نقد عملیاتی، اهرم مالی، نسبت ارزش بازار به دفتری و اندازه شرکت با متغیر وابسته رابطه معنی دار وجود دارد. باتوجه به تایید هر دو فرضیه فرعی، فرضیه اصلی " بین نگهداشت وجه نقد و ارتباطات سیاسی شرکت ارتباط معنی داری وجود دارد " تایید می‌شود.

تنها تحقیق صورت گرفته در زمینه ارتباطات سیاسی شرکت و وجه نقد نگه داری شده، تحقیق هیل و همکاران (۲۰۱۴) می‌باشد که نتایج این تحقیق مطابق نتایج آن می‌باشد.

نتیجه گیری

هزینه های سیاسی هزینه هایی هستند که برای تداوم فعالیت و حیات موسسه تجاری بنا به الزامات قانونی و عرفی و محیط اقتصادی ضروری می باشد این قبیل هزینه ها یا به واسطه اعمال قانونی و مصوبات قانونی و یا از طریق فشارهای سیاسی به شرکتها تحمیل می شود. از این قبیل هزینه های سیاسی می توان به مالیات ، بیمه بازنشستگی ، هزینه های ناشی از کمک های بلاعوض به اشخاص و ارگانها و نهادها ، کمک به ورزش ، حقوق گمرکی صادرات ، هزینه حفظ محیط زیست ، هزینه

توسعه فضاهای آموزشی، پرداختی به اتحادیه های کارگری و سایر مراجع رسمی و غیر رسمی اشاره کرد (پور حیدری وهمتی ۱۳۸۳). مدیران انگیزه دارند در مقابل انتقال ثروت ایستادگی کنند، چرا که این گونه انتقال ها ارزش شرکت را به طور مداوم کاهش می دهند. به همان ترتیب آنها می خواهند از رقابت اضافی ممانعت کنند چرا که رقابت نیز ارزش شرکت و همین طور حقوق و مواجبی که مدیران دریافت میکنند را کاهش خواهد داد (هاگرمن و همکاران ۱۹۷۸). بنابراین به نظر می رسد که شرکتها نه تنها وظیفه انجام فعالیت اقتصادی را بر دوش خود دارند، بلکه مجبور به گزارشگری در مورد نتایج فعالیت خود می باشند و به همان میزانی که انتظار می رود در انجام فعالیت اقتصادی، سعی در کاهش هزینه ها و درآمدهای خود داشته باشند، تلاش می کنند گزارشگری مالی خود را در جهت هدایت نمایند که تفسیر استفاده کنندگان از صورت های مالی موجب انتقال ثروت به خارج از شرکت نشود. به عبارت دیگر شرکت ها، جدای از ارائه صادقانه نتایج عملیات و وضعیت مالی که مورد نظر نهادهای تدوین کننده استانداردهای حسابداری می باشد، به عواقب اقتصادی گزارشات مالی نیز توجه می کنند. در این تحقیق ما ارتباط بین نقدینگی واحد تجاری و ارتباطات سیاسی اندازه گیری شده از طریق فعالیت های لابی شرکت را بررسی می کنیم. یکی از سوالاتی که ذهن بسیاری از افراد رابه خود مشغول کرده است این است که آیا ارتباطات سیاسی وجه نقد نگه داری شده شرکت را کاهش می دهد. برای بررسی این موضوع ما از اطلاعات مربوط به ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سالهای مالی ۱۳۸۸-۱۳۹۳ استفاده کرده ایم. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین وجه نقد نگه داری شده و ارتباطات سیاسی شرکت رابطه منفی ومعنا داری وجود دارد و میزان وجه نقد نگه داری شده با افزایش هزینه های سیاسی (پرداختی به دولت و درصد مالکیت دولتی)، کاهش می یابد.

منابع :

منابع فارسی

۱. ابراهیمی محمد و شهریاری نادر، ۱۳۸۷ بررسی رابطه بین هزینه های سیاسی و محافظه کاری در شرکتهای ایرانی پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
۲. آقایی، محمد علی و احمدرضا نطافت و مهدی ناظمی اردکانی و علی اکبر جوان (۱۳۸۸) «بررسی عوامل مؤثر بر نگهداری موجودی های نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» پژوهش های حسابداری مالی، ش ۱ و ۲، صص ۷۰-۵۳
۳. بنی مهد، بهمن - هاشم، نیکو مرام، (۱۳۸۷) تئوری حسابداری - انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران
۴. بولو، قاسم؛ باباجانی، جعفر و بهرام محسنی (۱۳۹۰). عوامل مؤثر در تعیین وجه نقد شرکتها. پژوهش های تجربی حسابداری، سال اول، شماره ۱، صص. ۳۷-۲۱.
۵. پور حیدری، امید و همتی، داوود، (۱۳۸۳)، بررسی قرارداد های بدهی، هزینه های سیاسی، طرح پاداش و مالکیت بر مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی های حسابداری و حسابرسی سال یازدهم تابستان-ش ۳۶
۶. ثقفی، علی و سید عباس هاشمی. (۱۳۸۳). بررسی تحلیلی رابطه بین جریان های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی، ارائه مدل برای پیش بینی جریان های نقدی عملیاتی. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۸، صص ۲۹-۵۲.

۷. ثقفی، علی و سید عباس هاشمی. (۱۳۸۳). بررسی تحلیلی رابطه بین جریان های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی، ارائه مدل برای پیش بینی جریان های نقدی عملیاتی. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۸، ص ۲۹-۵۲.
۸. حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و هدی اسکندر (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت"، بررسی یهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۱۲۲
۹. رسائیان، امیر، رحیمی، فروغ و حنجری، سارا. (۱۳۸۹) تأثیر مکانیزم های نظارتی دورن سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی (۶)، ۱۴۴-۱۲۵
۱۰. سادات فرحجت (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین هزینه های سیاسی و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش ملی رویکردی بر حسابداری، مدیریت و اقتصاد.
۱۱. سجادی، سید حسین و جلیلی امیر (۱۳۸۶) حسابداری زیست محیطی مجله حسابداری شماره ۱۸۶
۱۲. کاشانی پور، محمد و نقی نژاد، بیژن (۱۳۸۸). بررسی اثر محدودیت های مالی بر حساسیت جریان نقدی وجه نقد، تحقیقات حسابداری، شماره ۲، ص ۷۲-۸۵.
۱۳. یعقوب نژاد، احمد، جوادی، نعمت الله، (۱۳۸۸) رابطه بین اندازه شرکتها و هزینه های سیاسی، مجله مطالعات مالی شماره چهارم- زمستان ۸۸

منابع لاتین

14. Ansolabehere, S., de Figueiredo, J., Snyder, J. Jr., 2003. Why is there so little money in U.S. politics? *Journal of Economic Perspectives* 17, 105-30.
15. Black B, and Coffee J. Hail Britannia: institutional investor behavior under limited regulation, *Michigan Law Review* 1994; 92: 1997-2087.
16. Dittmar, A. & J. Mahrt-Smith (2007), "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, PP. 599-634.
17. Drobetz .W., Grüninger.M.C. Grüninger, Simone Hirschvogel, (2010). "Information asymmetry and the value of cash ". *Journal of Banking & Finance*.
18. Faccio M, Masulis R and McConnell J Political connections and corporate Bailouts. *Journal of Finance* 61:2597-2635.
19. Ferreira, Miguel .A., and Vilela, Antonio.S. (2004). "Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries." *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, pp. 295-319.
20. Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta, (2008). Accruals Quality and Corporate Cash Holdings, *Journal of Accounting and Finance*, Vol 49, pp.95-115
21. Grossman G, Helpman E (1994) Protection for Sale. *American Economic Review* 84:833-850.

22. Guney, Y., Ozkan, A., and Ozkan, N. (2003). Additional International Evidence on corporate cash holdings. Available at: <http://ssrn.com>.
23. Hagerman Robert, L zmijewski. Mark, 1978, Some Economic Determinants of Accounting Policy Choice, *Journal of Accounting and Economics* 1979; 1: 141-161.
24. Hill, M.D ., Fuller, K.P ., Kelly, G.W & Washam, J.O (2014) "Corporate Cash Holdings and Political Connections", *Review of Quantitive Finance and Accounting*, 42:123-142.
25. Jensen. M., (1986). "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and takeovers" *American Economic Review* 76, pp. 323-329.
26. Kim, C.-S., Mauer, D.C., and Sherman, A.E. (1998). The determinants of corporate liquidity: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33, 305–334.
27. Ozkan, Aydin, & Ozkan, Neslihan. 2004. Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*.
28. Richter, B., K. Samphantharak, and J. Timmons, 2009, "Lobbying and Taxes," *American Journal of Political Science* 53, 893-909.
29. Schwetzler B., and Reimund, C., (2004) "valuation Effects of Corporate Cash Holding: Evidence from Germany" Available At :www.ssrn.com.
30. Stigler, George, 1971, "The theory of economic regulation," *Bell Journal of Economics and Management Science*, 2: 3-21.
31. Watts, Ross and Jerold Zimmerman (۱۹۸۶) "positive accounting theory" NO. ۱.
32. Zimmerman, Jerold L. - Ross L. Watts (2008) Positive accounting theory political costs and social disclosure analyse

i Watts R.L., Zimmerman J.L. Positive Accounting Theory

ii Black B, and Coffee

iii Ozkan, Aydin, & Ozkan, Neslihan

iv Hagerman Robert, L zmijewski. Mark

v Hagerman Robert, L zmijewski. Mark

vi Stigler, George

vii Grossman G, Helpman E

viii Richter, B., K. Samphantharak, and J. Timmons

ix Ansolabehere, S., de Figueiredo, J., Snyder, J. Jr

x Tradeoff theory

xi Tacking order theory

xii Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta

xiii Liquid assets

xiv Jensen ,M.C. ,Meckling ,W.H. ,(۱۹۸۶)

xv Ferreira, M. A., and A. Vilela

xvi Kim, C. S., D. Mauer, and A. E.Sherman

xvii Garcia-Teruel, P. J., P. Martinez-Solano, J. P. Sanchez-Ballesta

xviii Jensen M C, Meckling W

xix Watts, Ross and Jerold Zimmerman

xx Digan & hallam

xxi Godfrey & jones

xxii Faccio M

xxiii Faccio M

xxiv Boubakri, N., O. Guedhami, D. Mishra, and W. Saffar

xxv Hill, M.D. ,. Fuller, K.P. ,. Kelly, G.W & Washam, J.O

xxvi Matthew D. Hill • Kathleen P. Fuller • G. Wayne Kelly

xxvii منظور از شرکتهای فعال شرکتهایی می باشند که در دوره مورد بررسی این پژوهش توقف نماد بیش از سه ماه نداشته باشند.

xxviii Harford et al(۲۰۰۸)

xxix Matthew D. Hill • Kathleen P. Fuller • G. Wayne Kelly

xxx Hagerman Robert, L zmijewski. Mark